

اثر سیاست پولی در پیدایش حباب قیمتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران

عزت‌اله عباسیان¹ / محسن نظری² / الهام فرزنانگان³

چکیده

حباب قیمتی به معنای افزایش شدید و پیوسته در قیمت دارایی‌ها است. این پدیده به گونه‌ای است که افزایش‌های اولیه قیمت ناشی از عواملی مثل پیش‌بینی افزایش‌های آتی قیمت‌ها موجب جذب خریداران جدید، سفته‌بازی و از این‌رو افزایش بیشتر قیمت‌ها می‌شود. برای بررسی این موضوع، فرضیه اصلی این تحقیق آن است که آیا افزایش شدید قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران توسط عوامل بنیادی بازار تعیین می‌شود یا سفته‌بازی عوامل بازار نیز در تعیین قیمت نقش دارند؟ به منظور بررسی رابطه‌ی بین سیاست پولی و قیمت‌های سهام، مکانیزم انتقال براساس مدل خطی شده‌ی انتظارات عقلایی با فرض رفتار پیش‌نگر در قیمت سهام در چارچوب مکتب کینزی جدید در نظر گرفته شده است. بررسی‌های تجربی این موضوع با استفاده از روش متغیرهای ابزاری GMM و به کارگیری داده‌های آماری در بازه‌ی زمانی فروردین 1379 تا اسفند 1388، نشان می‌دهند که نرخ بهره‌ی حقیقی اثر منفی و تولید اثر مثبت اما ضعیف بر بازدهی حقیقی سهام دارند. همچنین بازدهی‌های دوره‌های گذشته، بازخوردی مثبت بر قیمت‌های جاری سهام دارند که این امر دلالت بر وجود رفتارهای سفته‌بازی و انحراف قیمت‌ها از ارزش ذاتی خود دارد.

واژگان کلیدی: حباب عقلایی، سیاست پولی، مدل کینزی جدید، رفتار پیش‌نگر، کانال نرخ بهره.
طبقه‌بندی موضوعی: G12, G18, C32.

1. دانشیار اقتصاد و عضو هیئت علمی گروه اقتصاد دانشگاه بوعلی سینا همدان.

2. دانشیار اقتصاد و عضو هیئت علمی گروه مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.

3. دانشجوی دوره دکتری اقتصاد دانشگاه بوعلی سینا همدان.

1- مقدمه

تئوری اقتصادی به ما می‌گوید که در بازار سهام با کارکرد صحیح و کارا، تغییرات در قیمت‌های سهام منعکس کننده انتظارات دربارهٔ عایدی‌های آینده شرکت‌ها و نیز تغییرات در نرخ تنزیلی است که عایدی‌های مورد انتظار با آن نرخ تبدیل به سرمایه می‌شوند. سودهای شرکت‌ها بخش مهم GNP را تشکیل می‌دهند و حتی همبستگی مثبتی با سایر مولفه‌های GNP می‌توانند داشته باشند. ویژگی پیش‌نگرانه بودن¹ قیمت‌های سهام، بازار سهام را به عنوان یکی از پیش‌بینی‌کننده‌های ادوار تجاری تعیین می‌کند. به علاوه، اگر اطلاعات منعکس شده در قیمت‌های سهام از کیفیت بالایی برخوردار باشد، این قیمت‌ها بایستی پیش‌بینی دقیقی را نیز فراهم نمایند (Fischer, et al., 1984).

این‌ها همه بیانگر اهمیت قابل توجه بازار دارایی‌های مالی بال‌الخص بازار سهام است که ضرورت بررسی‌های مداوم پیرامون این بازارها را می‌رساند. این مورد برای کشورهای در حال توسعه نسبت به کشورهای توسعه یافته از اهمیت بالاتری برخوردار است. زیرا در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد از جانب بازارهای نوظهور عمق بیشتری دارد.

یکی از بی‌قاعدگی‌های معمول در بازارهای مالی نوظهور، پویایی‌های حباب‌گونه است. نگاه آماری به فعالیت بورس اوراق بهادار تهران بیانگر این نکته است که از سال 1382 تا اواخر سال 1383، قیمت سهام به دنبال رشد قابل ملاحظه‌ای که تجربه کرده است با رکودی نیز همراه شده است. این پدیده سؤالات زیادی را در ذهن محققان و کارشناسان به وجود آورده است، از جمله اینکه: آیا این افزایش‌ها به علت وجود حباب در قیمت‌ها می‌باشد؟ تعیین‌کننده‌های قیمت سهام و نوسانات شدید آن در بازار چه عواملی می‌باشند؟

از آنجایی که اکثر اوقات پدیده‌ی حباب با بحران مالی همراه می‌شود، لذا این امر هزینه‌های گزافی در اقتصاد بوجود خواهد آورد که می‌طلبد موضوع حباب‌ها عمیق‌تر مورد تحقیق و بررسی قرار بگیرد.

تئوری‌های علمی در مورد حباب‌ها، بر دو عنصر تمرکز دارند. یکی عوامل محیط کلان اقتصادی است که تأثیر زیادی بر قیمت سهام دارد و می‌تواند به تشکیل حباب‌ها کمک کند. از موارد مهم این حیطه، سیاست پولی و نرخ بهره است. دیگری، عوامل خرد اقتصادی، مانند نقش اطلاعات بر رفتار سهام‌داران و تأثیر رفتار سهام‌داران بر تغییرات قیمت‌ها و در نهایت ترکاندن حباب می‌باشد (Shiller, 1989). تصور بر این است که در ایران قیمت سهام تحت تأثیر عوامل بنیادی‌ای قرار گرفته

که بورس اوراق بهادار تهران را مستعد شکل‌گیری حباب عقلایی نموده است. در این تحقیق بر اساس رویکرد اول، بررسی وجود حباب عقلایی با تأکید بر نقش عوامل اقتصاد کلان یعنی اثر سیاست پولی از طریق کانال نرخ بهره بر تغییرات قیمت سهام مورد توجه می‌گیرد. به طور گسترده اعتقاد بر آن است که سیاست پولی اثر قابل توجهی بر انتظارات مشارکت کنندگان بازار سهام و بنابراین بر قیمت‌های دارایی می‌تواند داشته باشد (McQueen, et al., 1990).

رفتارهای سفته‌بازی در بورس اوراق بهادار بطور عمده‌ای به قابلیت پیش‌بینی وجود اضافه ارزش سرمایه در قیمت‌های سهام، حداقل در کوتاه‌مدت، برمی‌گردد. سفته‌بازی قیمت سهام اغلب به دنبال پیش‌بینی و انتظار تغییرات آتی قیمت‌ها و وجود بازدهی و در نتیجه افزایش‌های بیشتر حقیقی قیمت سهام به وجود می‌آید. این امر تنها زمانی اتفاق می‌افتد که اعتقاد بر آن باشد که قیمت‌ها تغییر خواهند کرد. البته این اعتقاد به دنبال بالا بودن قیمت‌های سهام در گذشته، شکل می‌گیرد که خود یکی از دلایل انحراف از ارزش‌های بنیادی و در نتیجه جزء اصلی ایجاد و گسترش حباب‌ها می‌باشد (Tirole, 1982).

2- مروری بر پیشینه تحقیق

در مقایسه با مطالعات متعددی که به تحلیل اثر سیاست پولی بر اقتصاد کلان صورت گرفته، تلاش‌های نسبتاً کمی برای مدل‌سازی رابطه بین سیاست پولی و قیمت‌های دارایی انجام شده است. جسک و همکاران (Geske, et al., 1983) و کال (Kaul, 1987)، به بررسی زنجیره‌ی علی بین سیاست پولی و بازدهی‌های بازار سهام پرداختند. همه این مطالعات نشان می‌دهند که شوک‌های سیاست پولی بخش کوچکی از تغییرات در بازدهی‌های سهام را توضیح می‌دهد. بر خلاف این مطالعات، لستراپس (Lastrapes, 1998) و رپش (Rapach, 2001) یافتند که شوک‌های پولی به طور قابل توجهی اثرات قوی‌تر بر بازار سهام دارد. با استفاده از نرخ بهره به عنوان ابزار سیاست پولی، توربکه (Thorbecke, 1997) نشان داد که سیاست پولی بازدهی‌های سهام US را توضیح می‌دهد.

مک‌کوین و همکاران (McQueen, et al., 1990) به بررسی این فرضیه پرداختند که اخبار راجع به اقتصاد کلان بر جریان انتظاری سرمایه¹ (وجوه) و نرخ‌های تنزیل اثرات متفاوتی دارد که خود به مراحل مختلف ادوار تجاری بستگی دارد. بر این اساس اثر اخبار بر قیمت‌های سهام نیز تغییر می‌کند.

گراسمن و همکاران (Grossman, et al., 1981)، یافتند که شکست مدل مربوط به رابطه همگرایی بین شاخص قیمت سالانه سهام و پیش‌بینی آن در اوایل دهه 1950، به وجود بازدهی خیلی پایین در نرخ اوراق قرضه کوتاه‌مدت در این دوره بر می‌گردد. آن‌ها معتقد بودند که بخش عمده این افزایش‌ها در قیمت سهام و وجود بازدهی مازاد، را نمی‌توان تنها با مالیات یا سودهای سهام تحقق یافته (عوامل بنیادی)، توضیح داد.

آیوانیدیز و همکاران (Ioanidis, et al., 2007)، به بررسی اثر سیاست پولی بر بازده سهام، برای 13 کشور OECD، پرداخته‌اند. نتایج بیانگر آن هستند که، برای اکثریت کشورهای تحت بررسی، وضعیت سیاست پولی تعیین‌کننده مهم بازده‌های مورد توقع سرمایه‌گذاران در بازار سهام، است. این نتیجه‌گیری مکانیزم انتقال سیاست پولی از طریق بازار سهام، را تأیید می‌کند.

بی‌جورنلاند و همکاران (Bjornald, et al., 2009)، به بررسی وابستگی متقابل بین نرخ بهره و قیمت‌های حقیقی سهام پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بلافاصله بعد از یک شوک سیاست پولی که نرخ وجوه فدرال را افزایش می‌دهد، قیمت‌های سهام کاهش می‌یابند. از طرف دیگر یک شوک قیمت سهام که قیمت‌های حقیقی سهام را افزایش می‌دهد، به افزایش یافتن نرخ بهره منجر می‌شود.

تقوی و همکاران (1378)، به بررسی رابطه بین شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهای کلان اقتصادی، پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که رابطه شاخص قیمت مصرف‌کننده با متغیر وابسته مستقیم، با نرخ ارز در بازار موازی، معکوس با تعداد پروانه‌های ساختمانی صادره، مستقیم و با تعداد پروانه‌های بهره‌برداری از واحدهای صنعتی، معکوس است.

مهدوی و همکاران (1384) ارتباط بین تلاطم شرطی، واریانس شرطی بازده بازار سهام و تلاطم شرطی متغیرهای پولی را مورد توجه قرار داده‌اند. با به‌کارگیری مدل‌های ARCH، GARCH و VAR نتایج نشان می‌دهند که بازار سهام برای اقتصاد ایران، کانالی برای سرایت پولی نیست.

واعظ و همکاران (1387)، با استفاده از تکنیک RALS و کاربرد روش شبیه‌سازی مونت کارلو، به بررسی وجود حباب قیمتی در بازار سهام ایران پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهند که قیمت سهام از مسیر تعادلی بلندمدت منحرف شده، بنابراین وجود حباب سفته‌بازی در بازار بورس ایران به اثبات می‌رسد.

عباسیان، همکاران (1389)، به بررسی اعتبار مدل ارزش حال با انتظارات متغیر زمانی با استفاده از روش M-TAR پرداخته‌اند. نتایج بیانگر عدم وجود تعدیل نامتقارن در بلندمدت و بنابراین عدم وجود هم‌انباشتگی در رابطه بین قیمت و سود سهام طی دوره فروردین 1379 تا آبان 1387، است.

عباسیان و همکاران (1390) به بررسی وجود حباب‌های عقلایی در چارچوب ادبیات مالیه رفتاری با در نظر گرفتن یکی از محدودیت‌های آریترائز، ریسک معامله‌گران اختلال‌زا، و با فرض انتظارات عقلایی، در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. بر طبق نتایج، حتی با وجود آریترائز کنندگان عقلایی، معامله‌گران اختلال‌زا در انحراف قیمت‌ها از عوامل بنیادی تأثیر قابل توجهی داشته‌اند. نتایج بر اهمیت تورم و ضریب قیمت - سود سهام هنگام ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری، تأکید می‌کنند.

4- ادبیات و چارچوب نظری

حباب قیمتی به معنای افزایش شدید و پیوسته در قیمت دارایی‌ها است. این پدیده به گونه‌ای است که افزایش‌های اولیه قیمت ناشی از عواملی مثل پیش‌بینی افزایش‌های آتی قیمت‌ها موجب جذب خریداران جدید، سفته‌بازی و از این رو افزایش‌های بیشتر قیمت‌ها می‌شود. بنابراین عوامل بنیادی نمی‌توانند به طور کامل چنین تغییراتی را در قیمت‌ها توضیح دهند. نخستین بار هارداولایز (Hardouvelis, 1988)، مفهوم حباب عقلایی را برای سقوط بازار سهام در سال 1987، به کار برد. وی این فرضیه را مطرح کرد که حباب‌ها ممکن است توسط حوادث تصادفی¹ که مستقل از ارزش‌های بنیادی هستند، به وجود آیند. بنابراین، افزایش قیمت‌ها شرط لازم برای وجود حباب است، نه شرط کافی. لذا باید در ابتدا رابطه‌ی بین قیمت‌های سهام و عوامل تعیین‌کننده‌ی ارزش ذاتی آن مورد بررسی قرار بگیرد. بدین منظور روش کار به اینصورت است که بر اساس گذشته، ارتباطی را بین تغییرات قیمت و بازدهی دارایی‌ها و سایر متغیرهای اقتصاد کلان در نظر گرفته می‌شود. مطالعات تجربی نشان می‌دهند که افزایش پرهزینه قیمت دارایی‌های مالی، یعنی افزایشی که با رکود دنبال می‌شود، به طور کلی به شرایط آسان‌سازی سیاست پولی² مربوط می‌شود (Filardo, 2001).

4-1- مکتب کینزی جدید³

در چارچوب تئوری کینزی جدید به طور عموم پذیرفته شده است که سیاست پولی بر تصمیم‌گیری‌های بخش خصوصی تأثیرگذار است. اگر قیمت‌ها در کوتاه‌مدت به طور کامل انعطاف‌پذیر نباشند، همانگونه که فرض می‌شود، بانک مرکزی می‌تواند موقتاً و در کوتاه‌مدت بر نرخ بهره حقیقی تأثیر بگذارد که در این صورت بر تولید حقیقی علاوه بر قیمت‌های اسمی نیز تأثیرگذار

1. Extraneous Events
2. Loosing Monetary Policy
3. New-Keynesian Academy

خواهد بود. به طور عموم اعتقاد بر آن است که بانک‌های مرکزی اهداف مشخصی برای اعمال کنترل بر نرخ‌های بهره حقیقی دارند، که شامل تورم پایین و باثبات و تولید نزدیک به نرخ طبیعی می‌باشد. به منظور دستیابی به این اهداف، بانک مرکزی باید نظارت داشته باشد، یعنی به طور مقتضی به تصمیم‌گیری‌های بخش خصوصی واکنش داده و بر آنها تأثیر بگذارد. در بازارهای مالی، زمانی که دسترسی به اطلاعات به آسانی صورت می‌گیرد و قیمت‌ها نسبت به انتظارات کارگزاران، که فرض می‌شود به صورت عقلایی شکل می‌گیرد، درباره آینده بسیار حساس هستند، این رابطه بین سیاست پولی و بخش خصوصی به اندازه‌ی زیادی همزمان خواهد بود (Bjornald, et al., 2009).

در این مقاله، الگویی که برای فرمول‌بندی انتظارات در نظر گرفته شده الگوی پیش‌نگر¹ است. مبنای علم اقتصاد، بر این فرض نهاده شده است که کارگزاران اقتصادی، با رفتار عقلایی به حداکثرسازی می‌پردازند. طبق فرضیه انتظارات عقلایی، انتظارات کارگزاران به طور متوسط صحیح می‌باشد، یعنی برابر با ارزش واقعی خواهد بود، بدین‌گونه که عوامل اقتصادی اطلاعاتی را که از وضعیت بازار بدست می‌آورند، براساس تجربه گذشته خود تحلیل کرده، آینده را پیش‌بینی می‌نمایند و رفتار مناسب با آن را برای به حداکثر رساندن منفعت خود در پیش می‌گیرند. تئوری انتظارات عقلایی به خاطر رفتار پیش‌نگر، دارای استنباط قوی و مؤثری است (Snowdon, et al., 2005). توجه شود که حتی اگر اکثر عوامل به طور عقلایی رفتار کنند یعنی با فرض انتظارات عقلایی، امکان تشکیل حباب در بازار وجود دارد (Tirole, 1982).

معمول‌ترین مدلی که قیمت‌های سهام را به عوامل اقتصاد کلان به عنوان شاخص‌های پیش‌رو، مرتبط می‌کند، فرض می‌کند که قیمت‌های سهام معادل ارزش فعلی پیش‌بینی‌های عقلایی از سودهای سهام یا جریان سرمایه آینده تنزیل شده با استفاده از نرخ بهره تعدیل شده نسبت به ریسک می‌باشد. بنابراین واضح است که عوامل اقتصاد کلان می‌توانند بر انتظارات راجع به سودهای آینده و جریان‌های سرمایه (وجوه) یا نرخ‌های تنزیل یا هر دو تأثیرگذار باشند (McQueen, et al., 1990). بنابراین، چنین قیمتی را می‌توان همان قیمت بنیادی سهام تعریف نمود.

تئوری‌های اقتصادی دلایل زیادی را مطرح می‌کنند که چرا باید یک رابطه بین سیاست پولی و قیمت‌های دارایی، به خصوص قیمت‌های سهام، وجود داشته باشد. از آنجایی که قیمت‌های سهام به روش پیش‌نگر تعیین می‌شوند، سیاست پولی احتمالاً قیمت‌های سهام را از طریق کانال نرخ بهره (تنزیل) و به طور غیر مستقیم از طریق اثر بر تعیین‌کننده‌های سود سهام و بازدهی سهام با تأثیرگذاری

بر درجه‌ی نااطمینانی که کارگزاران با آن روبه رو هستند متأثر خواهد ساخت (Mishkin, 1995). در واقع نرخ بهره از اجزای اصلی نرخ تنزیل می‌باشد و یکی از عوامل نهایی تعیین کننده قیمت سهام است که شواهد تجربی نیز این عامل را تأیید می‌کنند (تهرانی و همکاران، 1386). از طرف دیگر بر اساس چارچوب ثنوریک مالیه رفتاری، مولفه‌های روانی نیز بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران و بنابراین بر بازدهی‌های مازاد و بالاتر سهام تأثیرگذار است. عباسیان و همکاران (1390) در مقاله خود نشان دادند که قیمت‌گذاری‌های اشتباه در بازار عمدتاً توسط معامله‌گران اختلال‌زا صورت می‌گیرد که اعتقادات و رفتار آنها بستگی دارد به اطلاعات اختلالی که غیرمرتبط با عوامل بنیادی بازار است. بنابراین زمانی که این معامله‌گران غیرعقلایی نسبت به آریترژکنندگان در بازار به علت وجود اضافی ارزش سرمایه در گذشته خوش‌بین‌تر می‌شوند دارایی‌ها بالا ارزش‌گذاری می‌شود و در نتیجه حجم معاملات در بازار نسبت به نرخ متوسط بالاتر خواهد شد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رفتار سرمایه‌گذاران افزایش بیشتر قیمت‌ها و نیز بازدهی‌ها و افزایش بی‌ثباتی‌ها و در نتیجه تشکیل حباب را به طور قابل توجهی موجب می‌شود (عباسیان و همکاران، 1389 و عباسیان و فرزادگان، 1390).

4-2- پرسش‌ها و فرضیه‌های تحقیق

این تحقیق به بررسی اثر سیاست پولی از طریق کانال نرخ بهره، بر قیمت و بازدهی سهام (از طریق اثر موجک) و در نتیجه بر انتظارات راجع به آینده، امکان رفتارهای سفته‌بازی، و در نهایت تشکیل حباب در قیمت سهام، با استفاده از مدل کلان‌کینز جدید پیش‌نگر، می‌پردازد. بنابراین در قسمت بعد به طور کامل کانال‌های انتقال که از طریق آن‌ها سیاست پولی بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد معرفی خواهد شد.

4-3- کانال‌های انتقال سیاست پولی¹

کانال‌های انتقال مسیری هستند که سیاست پولی از طریق آنها بر متغیرهای هدف و نهایی خود تأثیر می‌گذارد. در ادبیات موضوع مربوطه، دو کانال وجود دارد که از طریق آن‌ها قیمت‌های سهام به سیاست پولی واکنش نشان می‌دهند. نخستین و قدیمی‌ترین کانال، کانال نرخ بهره² است که اصولاً از طریق مصرف و سرمایه‌گذاری به فعالیت اقتصادی مرتبط می‌شود. این کانال انتقال پولی، بر مبنای اثر

1. Transmission Mechanisms of Monetary Policy
2. Interest Rate Channel

تغییرات نرخ بهره کوتاه مدت بر تقاضا برای وام قرار دارد. کاهش نرخ بهره هزینه قرض گیری را برای سرمایه گذاران کاهش داده که به افزایش در فعالیت اقتصادی منجر می شود. به علاوه، با کاهش یافتن هزینه های قرض گیری، هزینه سرمایه برای بنگاه ها نیز کمتر خواهد شد که ارزش فعلی جریان سرمایه و نقدینگی آینده را افزایش می دهد و به طور مستقیم بر قیمت های سهام و نرخ های بهره بلند مدت تأثیر خواهد گذاشت. کاهش نرخ های بهره همچنین زمان حال را نسبت به مصرف آینده مرجح می سازد. برعکس، افزایش در هزینه قرض گیری، هزینه سرمایه را برای بنگاه ها افزایش می دهد و تقاضای مصرف کننده را کاهش می دهد (Mishkin, 1995).

تنوری های مربوط به کانال اعتبارات¹ پیش بینی می کنند که بدتر شدن شرایط بازار اعتبارات اثر شوک های پولی یا حقیقی بر اقتصاد را گسترش می دهد، که بنابراین منجر به بوجود آمدن اثرات شتاب دهنده مالی² می شود. قرض گیرندگان اطلاعات بهتری نسبت به قرض دهندگان درباره ی توان خویش در بازپرداخت بدهی دارند. اینگونه اصطکاک اطلاعاتی منجر می شود به صرفه بیرونی مالی بین هزینه ی وجوهی که در داخل تولید می شود و وجوهی که از بازارهای مالی به دست می آیند. برنانکه و همکاران (Bernanke, et al., 1989) می گویند که این اصطکاک ها در رکود به بیشترین مقدار خود می رسند. ترازنامه های ضعیف به هزینه های بالاتر تأمین مالی بیرونی و در نتیجه تقاضای پایین تر سرمایه گذاری منجر می شوند که در نهایت فعالیت اقتصادی را کاهش می دهد. به علاوه بانک ها و سایر واسطه های مالی به دنبال تضعیف اقتصاد ممکن است استانداردهای اعتباری را سخت تر نمایند. در این صورت عرضه ی اعتبار به قرض گیرندگان ضعیف تر کاهش می یابد. این قرض گیرندگان با ریسک بالاتری رو به روهستند و دستیابی محدود شده ای به منابع مختلف تأمین اعتبار دارند. در نتیجه، آنها تأثیرات بیشتری را به علت شرایط بد بازار اعتباری از شوک های اقتصاد کلان می پذیرند. به طور خلاصه، کانال اعتباری، دو منبع تغییرات را در اثر سیاست پولی بر اقتصاد مطرح می کند: یکی تغییرات ادواری کلان و دیگری تغییرات وابسته به بنگاه که توسط همین ادوار کلان تقویت می شود (Mishkin, 1995).

1. Credit Channel

2. Financial Accelerator

4- بررسی رابطه‌ی حباب و سیاست پولی

تصریح الگو

در این قسمت، به منظور بررسی رابطه بین سیاست پولی و حباب عقلایی در بورس اوراق بهادار تهران، مکانیزم انتقال بر اساس مدل ساختاری پویا در چارچوب انتظارات عقلایی به صورت زیر فرض می‌شود. مدل مورد نظر چارچوب متعارف اقتصاد کینز جدید را دارا است. با توجه به در نظر گرفتن فرضیه انتظارات عقلایی و اینکه تأثیرگذاری سیاست پولی با وقفه صورت می‌گیرد، چارچوب در نظر گرفته شده، لزوماً پیش‌نگر خواهد بود.

تصریح مدل اقتصادی

مدل اقتصادی را می‌توان در قالب معادلات زیر توصیف کرد:

$$s_t = b_1 \Delta s_{t-1} - b_2 (s_{t-1} - s_t^*) \quad (1)$$

$$s_t^* = -d_1 (R_t - E_t p_{t+1}) + d_2 E_t y_{t+1} + e_t y_t \quad (2)$$

شکاف تولید ناخالص داخلی است که به صورت انحراف لگاریتم تولید از لگاریتم سطح تولید اشتغال کامل بدست آمده از روند هدریک-پرسکات، است، R_t ابزار سیاست پولی یعنی نرخ بهره اسمی کوتاه‌مدت، می‌باشد، p_t نرخ تورم به شکل لگاریتم CPI، s_t^* ارزش بنیادی قیمت سهام می‌باشد و s_t لگاریتم شاخص قیمت حقیقی سهام است. فرض شده قیمت‌های سهام به طور تصادفی نمو می‌کنند و هم از جانب عوامل بنیادی و هم از جانب عوامل غیربنیادی، یعنی حباب، متأثر می‌شوند.

معادلات (1) و (2) به ترتیب پویایی‌های قیمت سهام، s_t ، و پویایی‌های مؤلفه بنیادی سهام، s_t^* ، را نشان می‌دهند. به منظور ترسیم رفتار واقعی از بازار مالی، معادله‌ی (1) مشخص می‌کند که قیمت‌های سهام مشاهده شده برای اقتصادی که طبق نمودار (1) پیوست، قیمت سهام رفتار حباب‌گونه دارد، همواره برابر با ارزش بنیادی خود نیستند. فرضیه‌ی کارآیی بازار (EMH) فرض می‌کند که همه‌ی اطلاعات در مورد متغیرهای اقتصاد کلان که مورد نیاز برای تعیین ارزش ذاتی دارایی است، از طریق اقدامات سرمایه‌گذاران عقلایی حداکثرکننده سود، در قیمت واقعی بازار منعکس می‌گردد؛ از اینرو می‌توان نشان داد $s_t = s_t^*$. اصول مرکزی EMH آن است که قیمت‌های آینده و انتظارات راجع به اضافه ارزش‌های سرمایه در آینده، از تغییرات در قیمت گذشته‌ی دارایی متأثر نمی‌شود و سفته‌بازی هم در بازار وجود نخواهد داشت. معادله‌ی (1)، مشخص می‌کند که اگر قیمت سهام در دوره قبل

افزایش یافته باشد، یعنی، $0 < \Delta s_{t-1}$ ، یک اثر موجکی¹ مثبت بر سطح جاری آنها خواهد داشت $(b_1 > 0)$. در اصل، سرمایه‌گذاران قیمت تقاضا برای نگهداری سهام را بالا می‌برند با پیش‌بینی و انتظار اینکه اضافه ارزش‌های سرمایه در دوره قبل در آینده نیز همچنان وجود خواهد داشت. هر چه مقدار b_1 بزرگ‌تر باشد، اثرات ناشی از تغییرات گذشته‌ی قیمت سهام قوی‌تر بوده که در اینصورت s_t می‌تواند به طور قابل توجهی از ارزش بنیادی خود، s_t^* ، واگرا گردد، حتی اگر این انحراف دائمی هم نباشد. معادله (1)، بر پایه‌ی معادله‌ی قیمت دارایی پیش‌نگر قرار داده شده است (Frenkel, et al., 1985). ثبات مسیر قیمت سهام نیازمند آن است که $0 < b_1 < 1$.

معادله (2)، قیمت‌های بنیادی سهام را در چارچوب مدل متعارف قیمت‌گذاری دارایی توصیف می‌کند. در این مدل، یک اثر مثبت از جانب سودهای سهام مورد انتظار در آینده (که فرض بر آن است که به تولید انتظاری بستگی دارد) و یک اثر منفی از جانب نرخ‌های بهره حقیقی وجود دارد. این رابطه مورد تأیید بسیاری از مطالعات تجربی انجام شده در زمینه اثر متغیرهای اقتصاد کلان بر بازار سهام، واقع شده است (Fama, 1981). در واقع متغیرهایی بر قیمت سهام تأثیرگذار هستند که اطلاعاتی را در مورد چشم‌انداز اقتصادی یا تغییرات در ترجیحات ریسکی داشته باشند. بدین منظور در این مقاله ارزش بنیادی را متأثر از متغیرهای اقتصاد کلان نرخ بهره حقیقی و تولید در نظر گرفته‌ایم. همچنین نااطمینانی در فرآیند مدل‌سازی ارزش بنیادی قیمت سهام از طریق جمله اختلال تصادفی e_t قرار داده شده است.

به منظور دست یافتن به بینش عمیق‌تر از صحت و اعتبار تجربی مدل اقتصادی بالا، معادله‌ی پویای (2) را در (1) قرار داده و با تفاضل‌گیری مرتبه اول، فرم حل شده‌ی قابل تخمین با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی، به صورت زیر به دست می‌آید:

$$\Delta s_t = -d'_1 \Delta(R_t - E_t p_{t+1}) + d'_2 E_t y_{t+1} + b_1 \Delta s_{t-1} + z_t \quad (1')$$

که $z_t = \Delta b_2 e_t$.

این رابطه بیان می‌کند که بازدهی‌های حقیقی سهام رابطه‌ای منفی با تغییرات در نرخ بهره حقیقی، دارد و از جانب تجدیدنظر (در جهت بالا) در انتظارات مربوط به تولید و بازدهی‌های گذشته سهام، تأثیر مثبتی می‌پذیرد. مدل (1') با استفاده از آمارهای ماهانه برای دوره 1/1379 الی 12/1388 برآورد

می‌شود. بدین منظور، با توجه به فرض انتظارات عقلایی، تورم مورد انتظار در آینده و تولید را با ارزش‌های واقعیشان جایگزین شده‌اند. بنابراین معادله قابل تخمین به صورت زیر می‌شود:

$$\Delta s_t = -d'_1 \Delta(R_t - p_{t+1}) + d'_2 y_{t+1} - b_2 s_{t-1} + b_1 \Delta s_{t-1} + z_t \quad (1.1)$$

که $z_t = -b_2 \Delta e_t$

مجموعه‌ی شرایط تقاطعی¹ به صورت زیر قابل بیان خواهد بود:

$$E_t[-d'_1 \Delta(R_t - E_t p_{t+1}) + d'_2 E_t y_{t+1} - b_2 s_{t-1} + b_1 \Delta s_{t-1} | Z_t] = 0 \quad (1.2)$$

که Z_t برداری از ابزارها است، این ابزارها شامل مقادیر انتظاری و با وقفه متغیرها است که به پیش‌بینی تغییرات تورم و تولید کمک می‌کنند و همچنین شامل متغیرهای همزمانی است که ناهمبسته با شوک‌های وارد شده به بازدهی سهام، z_t ، هستند. متغیرهای مدل عبارتند از:

y : شکاف تولید- این متغیر به صورت فصلی از حساب‌های ملی با عنوان تولید ناخالص داخلی قبل از تعدیل فصلی و به قیمت ثابت سال 1376 استخراج شده است. به منظور ایجاد شکاف تولید، انحراف تولید ناخالص داخلی از روند تولید ناخالص داخلی فیلتر شده² هودریک پروسکات² با پارامتر هموارسازی 14400 را بدست می‌آوریم، و آن را با استفاده از نرم افزار Eviews-7 تعدیل فصلی نموده و سپس به شاخص ماهانه تبدیل می‌کنیم. رشد اقتصادی می‌تواند بر مصرف و سرمایه‌گذاری در آینده و بنابراین بازدهی‌های سهام تأثیر بگذارد.

$R - p$: نرخ بهره حقیقی، به صورت تفاضل لگاریتم شاخص قیمت کالاها و خدمات مصرفی، p ، از نرخ بهره اسمی کوتاه‌مدت، R ، بدست آمده است. به طوریکه R نرخ بهره اسمی کوتاه مدت بانکی است. نرخ بهره به عنوان یک ابزار سیاست پولی، با انتظارات راجع به آینده مرتبط می‌باشد پس می‌تواند بر بازار سهام تأثیر گذار باشد.

p لگاریتم شاخص تورم - در این تحقیق از شاخص ماهانه CPI به سال پایه 1376 استفاده می‌شود. علت عمده استفاده از CPI مأنوس بودن افراد جامعه با شاخص فوق و به روز بودن اطلاعات مربوطه می‌باشد (علوی، 1382).

1. Orthogonality Conditions
2. Hodrick & Prescott (1997).

S : لگاریتم شاخص کل ماهانه قیمت حقیقی سهام است. در این تحقیق، از شاخص کل ماهانه قیمت سهام به سال پایه 1369 استفاده شده که به سال پایه 1376 تبدیل شده و سپس با تقسیم این متغیر بر شاخص قیمت کالاها و خدمات مصرفی، مقدار حقیقی آن بدست می‌آید.

لازم به ذکر است که داده‌های این تحقیق از نشریات مختلف بانک مرکزی جمهوری اسلامی و گزارش‌های آماری ماهانه بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده‌اند. استفاده از سری‌های زمانی سالانه، مانع از شناخت به موقع وضعیت جاری اقتصاد می‌گردد. به همین دلیل، در این تحقیق از صورت ماهانه سری‌های زمانی، استفاده شده است.

در جدول (1) آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای مدل را می‌توان مشاهده نمود. با توجه به مقدار کشیدگی¹ محاسبه شده، تمامی متغیرها کشیدگی در حدود توزیع نرمال یعنی کشیدگی 3، دارند.

در ابتدا مانایی متغیرها، با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعمیم یافته² در Eviews-7 مورد بررسی قرار می‌گیرد. خلاصه‌ی نتایج به صورت زیر می‌باشد.

- (1) متغیر S : تفاضل مرتبه اول این متغیر مانا است.
- (2) متغیر $R - p$: تفاضل مرتبه اول این متغیر مانا است.
- (3) متغیر y : در سطح، مانا است.

جدول (1) خلاصه‌ای از آماره‌های توصیفی

آماره	s	$R - p$	y
میانگین	0.426932	1.607617	-0.004317
میانه	0.365843	1.537313	-0.034448
ماکزیمم	1.108735	2.963361	0.176619
مینیمم	-0.106527	-0.743815	-0.145081
انحراف استاندارد	0.328814	0.941741	0.099685
چولگی	0.511379	-0.644636	0.669842
کشیدگی	2.291558	3.512395	2.042520
آماره‌ی جاک برا	8.449094	10.50605	14.80038
احتمال	0.014632	0.005232	0.000611
تعداد مشاهدات	131	131	131

1. Kurtosis.

2. Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test.

مشخص است که معادله $(1.1)'$ ، به فرم حل شده است¹. پس در اینجا مسئله‌ای که وجود دارد تشخیص پارامترهای ساختاری (b_1, d_1, d_2) ، از طریق ماتریس کواریانس پسماندها یا خطاهای پیش-بینی است. روش‌های تخمین کارآ برای این پارامترها استفاده از رگرسیون متغیرهای ابزاری یا از طریق روش گشتاورهای تعمیم‌یافته می‌باشد. در این تحقیق، معادله $(1.1)'$ را با استفاده از روش دوم، GMM، تخمین می‌زنیم².

نتایج تخمین نهایی الگوی $(1.1)'$ با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته در جدول (2) زیر و جدول (3) پیوست، قابل مشاهده است.

ابزارهای استفاده شده شامل: شکاف تولید با یک وقفه مثبت، تفاضل مرتبه اول نرخ بهره، نرخ بهره حقیقی و تفاضل مرتبه اول لگاریتم شاخص کل قیمت حقیقی سهام با یک وقفه منفی، می‌باشند. اعتبار محدودیت فرانشاسایی با استفاده از آماره J هانسن آزمون می‌شود. در نمونه‌های کوچک استفاده بیشتر از ابزارها، کارآیی بیشتری دارد اما به هزینه تورش بیشتر تخمین‌ها صورت می‌گیرد. بنابراین تعداد ابزارها باید به گونه‌ای باشد تا علاوه بر اینکه پارامترها را شناسایی می‌کند این تورش را تا حد ممکن، حداقل نماید.

جدول (2) نتایج حاصل از برآورد مدل $(1.1)'$ با استفاده از روش متغیرهای ابزاری GMM

احتمال	آماره t	مقادیر برآورد شده	ضرایب
0.0066	-2.763406	-0.037111	d_1'
0.0007	3.468721	0.072448	d_2'
0.0000	6.286067	0.477744	b_1
		0.256891 1.869109 0.395	R^2 D.W J Statistics

نتایج مشخص می‌کنند که، بر خلاف فرضیه کارآیی بازار، بازدهی‌های حقیقی نه تنها از عوامل بنیادی اقتصاد، بلکه از مقادیر و ارزش‌های گذشته‌ی خود نیز متأثر می‌شوند زیرا ضریب b_1 ، 0.477744، مثبت و در سطح 5% از لحاظ آماری معنی‌دار است. ثبات مسیر قیمت سهام نیز برقرار است

1. Reduced-Form

2. این دستاورد توسط جیمز همیلتون نتیجه گرفته شده است اما بی‌نام رفرنس داده شده است.

زیرا $0 < b_1 < 1$. همچنین سیاست پولی انبساطی ($-d'_1 = 0.037111$) و سطح تولید بالاتر اثر مثبتی ($d'_2 = 0.072448$) دارند. اگرچه تولید از لحاظ آماری اثر معنی دار و مثبتی بر بازدهی جاری قیمت سهام دارد، اما اثر آن تقریباً کوچک تر می باشد. تأثیرگذاری ابزار سیاست پولی نرخ بهره نیز بسیار ناچیز است. کوچک بودن اثرگذاری نرخ بهره بر شاخص قیمت سهام، مطابق با تحقیق انجام شده توسط کهازادی و همکاران (1385) است، که با استفاده از روش تصحیح-خطا، نتیجه گرفتند که علی‌رغم اثرگذاری معنادار نرخ سود تسهیلات بانکی بر تورم در بلندمدت و کوتاه مدت، مقدار آن بسیار کوچک است و استفاده از آن به عنوان ابزار سیاستی پیشنهاد نمی شود. اما وجود بازدهی حقیقی مثبت دوره گذشته، از اهمیت قابل توجه تری برخوردار است و تأثیر گذارتر می باشد.

بنابراین تغییرات قیمت جاری سهام، تنها متأثر از متغیرهای اقتصاد کلان در مدل مذکور، یعنی نرخ بهره و تولید، نمی شود بلکه بازخوردی نیز از بازدهی دوره گذشته آن، وجود دارد. در واقع این همان بخش از مدل است که سفته بازی را منعکس می کند.

مدل اقتصادی در نظر گرفته شده دلالت دارد بر اینکه سیاست پولی، بورس اوراق بهادار را همزمان متأثر می سازد اما تورم و تولید با وقفه یک دوره ای بر این بازار اثر می گذارد.

سرانجام با توجه به اینکه تعداد ابزارها، 3، با تعداد 3 پارامترهای برآورد شده، برابر است، پس درجهی آزادی توزیع خی دو صفر می شود، همچنین با توجه به مقدار آماره‌ی J هانسن، 0.395125 به دست آمده، معادله دقیقاً شناسایی شده است.

5- نتیجه گیری و ارائه پیشنهادها

نگاه آماری به فعالیت بورس اوراق بهادار تهران بیانگر این نکته است که از سال 1382 تا اواخر سال 1383، قیمت سهام به دنبال رشد قابل ملاحظه‌ای که تجربه کرده با رکودی نیز همراه شده است که سؤالات زیادی را در ذهن محققان و کارشناسان به وجود آورده است، از جمله اینکه دلیل یا دلایل این رونق چه می تواند باشد. در کشورهای در حال توسعه‌ای همچون ایران، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد از جانب بورس اوراق بهادار، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته، عمق بیشتری دارد. از آنجایی که اکثر اوقات به دنبال حباب، بحران مالی اتفاق می افتد، بنابراین در مواردی هزینه‌های گزافی در اقتصاد به واسطه یک چنین امری بوجود می آید و با توجه به موقعیت استراتژیک بورس اوراق بهادار در هر اقتصادی، لازم است بحث حباب‌ها به طور عمیق تری مورد تحقیق و بررسی قرار بگیرد.

مطالعات داخلی انجام گرفته تنها وجود انواع حباب‌ها را طی سال‌های 1382 تا 1383، تأیید نموده‌اند. اما این تحقیق یک گام فراتر نهاده و به بررسی این فرضیه پرداخته که آیا منشأ افزایش شدید قیمت سهام عوامل بنیادی اقتصاد کلان بوده یا اینکه سفته‌بازی در بازار نیز این افزایش‌ها را توجیه می‌کند. در این مقاله به منظور بررسی رابطه بین سیاست پولی و حباب قیمت‌های سهام، مکانیزم انتقال براساس مدل خطی شده‌ی انتظارات عقلایی با فرض رفتار پیش‌نگر در قیمت سهام در چارچوب مکتب کینزی جدید در نظر گرفته شده است.

اهداف نهایی سیاست پولی بر حسب متغیرهای کلان مثل تولید، اشتغال، و تورم بیان می‌شود. اما با این حال، تأثیر ابزارهای سیاست پولی بر این متغیرها در بهترین حالت غیرمستقیم می‌باشد. اثرات مستقیم و آنی اقدامات سیاست پولی، مثل تغییرات در نرخ بهره، بر بازارهای مالی و آن هم بر قیمت‌ها و بازدهی‌های دارایی‌ها است. بنابراین، درک رابطه بین سیاست پولی و قیمت‌های دارایی کلید مهم فهم مکانیزم انتقال سیاست پولی است. از طرف دیگر، تخمین دقیق میزان واکنش‌پذیری قیمت‌های دارایی به سیاست پولی مولفه‌ی مهمی از فرمول‌سازی سرمایه‌گذاری موثر و تصمیم‌گیری‌های مدیریت ریسک می‌باشد.

برطبق نتایج حاصل از تخمین مدل، میزان تأثیرگذاری نرخ بهره حقیقی بر نرخ رشد قیمت سهام، بسیار اندک است، بنابراین مکانیزم انتقال سیاست پولی از طریق نرخ بهره بر بازار سهام به طور خیلی ضعیف عمل می‌کند که این خود بیانگر اهمیت نسبتاً ناچیز این ابزار سیاست‌گذاری پولی برای بورس اوراق بهادار تهران است به طوری استفاده از نرخ بهره به عنوان یک ابزار سیاستی، جهت کنترل و کاهش تورم قیمت‌ها و حباب به طور قطعی، پیشنهاد نمی‌گردد. همچنین رشد و رونق اقتصادی نیز موجب رشد شاخص قیمت سهام خواهد شد، اما تأثیر آن اندک است. پس تا اینجا با توجه به معنی - داری متغیرهای اقتصاد کلان نرخ بهره حقیقی و انتظارات مثبت مربوط به رشد تولید، که به عنوان عوامل تأثیرگذار بر قیمت بنیادی سهام فرض شده بودند، می‌توان نتیجه گرفت که طی دوره تحت بررسی، تا حدودی بخشی از افزایش شدید قیمت سهام را توجیه می‌کنند.

از طرف دیگر با توجه به اینکه نرخ رشد مثبت قیمت سهام در دوره گذشته نیز اثر مثبت و معنی - داری بر بازدهی حقیقی دوره جاری سهام دارد، می‌توان نتیجه گرفت که وجود این اثر موجکی مثبتی بر سطح جاری قیمت‌های سهام، خواهد داشت که می‌تواند علت دیگر افزایش قیمت سهام باشد، زیرا وجود بازخورد مثبت از ناحیه تغییرات گذشته‌ی قیمت، بر انتظارات کارگزاران راجع به تغییرات آینده

قیمت‌ها تاثیر مثبت می‌گذارد که در نتیجه امکان رفتارهای سفته‌بازی و واکنش‌های مثبت سفته‌بازان را اثبات می‌کند. در واقع، این رفتارها محیطی مناسب برای توسعه حباب به وجود آورده‌اند.

ملاحظه شد که ابزار نرخ بهره و تغییرات تولید اثرات چندانی بر بازار سهام ندارند. اما سیاست پولی انبساطی دیگری با تزریق نقدینگی به اقتصاد، در سال 1380 اجرا شده است. اعتقاد بر آن است که جریان نقدینگی که به تقاضای سفته‌بازی تبدیل شده، با تحریک تورم، باعث بالا رفتن قیمت سهام می‌شود و تشکیل حباب در بازار سهام را تسریع می‌بخشد. در واقع افزایش قیمت در بازار سهام می‌تواند به راحتی حباب تولید کند. از طرف دیگر، تغییرات در وجوه سفته‌بازی به خصوص در بازارهای نوظهور، ظاهراً بسیار به بازدهی انتظاری حاصل از نگهداری اوراق بهادار حساس است (Kim, et al., 2000). در بازارهای نوظهور، هنگامی که ورود جریان وجوه آغاز می‌شود، بازارها حبابی می‌شوند. تقاضا برای سهام افزایش یافته و در نتیجه منجر به بالا رفتن قیمت‌ها علاوه بر افزایش مجدد برآورد ارزش حال سرمایه و شاخص‌های سهام، می‌شود. این نقدینگی مستعد آن است که سهم‌هایی را که در دوره جاری در بازار، کارکردهایی با بازدهی مثبت داشته‌اند را دنبال کند. در این زمان سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران با تصور اینکه زمان مناسب برای فعالیت پیش‌رو دارند، می‌توانند سودهای خیلی بزرگی را کسب نمایند. از سوی دیگر این نقدینگی می‌تواند نوسانات زیادی را در بازار مالی به علت ماهیت سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت این بازار، ایجاد نماید. به جای اینکه قیمت‌های سهام مطابق با عوامل بنیادی شرکت‌ها حرکت نمایند، اعتقاد بر آن است که این قیمت‌ها به دلیل شوک نقدینگی حرکت می‌کنند. زمانی که خروج پول از بازار شروع می‌شود، حباب می‌ترکد که پی‌آمدهای آن ویران کننده است و قادر به بی‌ثبات نمودن کل بازار مالی می‌باشد حتی اگر موقتی باشد.

به طور کلی می‌توان این‌گونه جمع‌بندی نمود که اقتصادهای مبتنی بر بازارهای نوظهور، محیطی حاصلخیز برای پویایی‌های حباب‌گونه هستند. این پدیده‌ها با یک فاز حباب شروع می‌شوند که در آن اعتبارات، سرمایه‌گذاری‌ها، قیمت‌های دارایی‌ها، و ورود نقدینگی، رشد می‌یابند، و در انتها، در فاز ترکیدن، این متغیرها دچار سقوط خواهند شد.

حتی با وجود اینکه چنین اقتصادهایی ممکن است از پتانسیل رشد بالایی برخوردار باشند، شرکت‌ها و بخش‌های دولتی ابزارهای مالی مناسبی برای شهروندان همراه با ذخیره‌های ارزش کافی، فراهم نمی‌آورند. علت اصلی و کلیدی تشکیل حباب که در ادبیات اقتصاد کلان مطرح شده است کمبود ذخیره ارزش می‌باشد که در بازارهای نوظهوری همانند ایران معمول است. حمایت ضعیف از سرمایه-

گذاران به معنی آن است که بخش شرکتی قادر نیستند عایدی‌های آتی را به سرمایه تبدیل کند و بنابراین نمی‌تواند مکانی برای ذخیره ارزش برای اقتصاد محسوب گردد. از یک طرف بازارهای سرمایه‌گذاری با چنین محدودیت‌هایی همراه هستند، از طرف دیگر سیستم‌های بانک‌داری نیز درگیر با مسائل مدیریتی شرکت‌ها می‌باشد. بنابراین، دریافت جریان‌ات سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها علی-رغم اینکه شرکت‌ها هنوز هم با کسری‌های خود مواجه هستند صورت می‌گیرد. در واقع حباب‌ها واکنش تقاضای کارگزاران برای ذخیره سودآورتر ابزارهای ارزش می‌باشند. لذا حباب‌ها از این مزیت برخوردار هستند که مکانی را برای ذخیره ارزش در داخل کشور فراهم می‌کنند که در نتیجه منجر به کاهش خروج نقدینگی و افزایش سرمایه‌گذاری در داخل می‌شود. اما حباب‌ها هزینه‌هایی را نیز برای کشور موجب می‌شوند به دلیل اینکه کشور را با پدیده حباب - فروپاشی و نیز برگشت جریان وجوه مواجه می‌کنند. بنابراین بازارهای مالی نوظهور داخلی شکل‌گیری حباب‌ها را تسهیل می‌بخشند و موجب می‌شوند که کارگزاران ریسک موجود در حباب‌های مالی را کمتر از حد برآورد نمایند. در چنین شرایطی حتی حباب‌های عقلایی نیز رفاه را کاهش خواهند داد.



منابع و مأخذ:

1. تقوی، مهدی و جنانی، محمد حسن. (1378). "بررسی رابطه هم‌انباشتگی بین شاخص کل قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهای کلان اقتصادی"، اقتصاد و مدیریت، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی.
2. جونز، چارلز پی. (1386). مدیریت سرمایه‌گذاری، رضا تهرانی و عسگر نوربخش، تهران، نگاه دانش.
3. سایت آماری www.cbi.ir، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
4. سایت رسمی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اجتماعی، www.rdis.ir، سازمان بورس اوراق بهادار.
5. عباسیان، عزت‌اله، محمودی، وحید و فرزندگان، الهام. (1389). "شناسایی حباب قیمتی سهام عادی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ارزش حال"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، 17(60)، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
6. عباسیان، عزت‌اله و فرزندگان، الهام. (1390). "رفتار معامله‌گران اختلال‌زا و حباب در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات اقتصادی، 46(96)، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
7. علوی، محمود. (1382). چهارچوب پولی متکی بر هدف‌گذاری تورم و زمینه اجرای آن در ایران، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
8. کزادی، پروین، نوفرستی، محمد. (1385). دستاورد، پژوهشکده پولی و بانکی، تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
9. مهدوی، امید، کشاورز حداد، غلامرضا. (1384). "آیا بازار سهام در اقتصاد ایران کانالی برای گذر سیاست پولی است؟"، تحقیقات اقتصادی، دانشکده اقتصاد، دانشگاه تهران، 71.
10. واعظ، محمد، ترکی، لیلا. (1387). "حباب قیمت‌ها و بازار سرمایه در ایران"، مجله‌ی پژوهشی دانشگاه اصفهان، 3(31).
11. Bernanke, Ben S. & Gertler, Mark. (1999). "Monetary Policy and Asset Price Volatility", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter, 4(84).
12. Bjornland, Hilde C. & Leitemo, Kai. (2009) "Identifying the Interdependence between US Monetary Policy and the Stock Market", *Journal of Monetary Economics*, 56(2).

13. Caballero, Richardo J. & Krishnamurthy, Arvind. (2006). "Bubbles and Capital Flow Volatility: Causes and Risk Management", *Journal of Monetary Economics*, 1(53).
14. Diba, Behzad T. & Grossman, Herschel I. (1988). "Rational Inflationary Bubble", *Journal of Monetary Economics*, 21, North-Holland.
15. Fama, Eugene F. (1981). "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money", *American Economic Review*, 4(71).
16. Filardo, Andrew, (2001), "should Monetary Policy Response to Asset Price bubbles? Some Experimental Results, In *Asset Price Bubbles: Implications for Monetary and Regulatory Policies*", edited by Kaufman, 99-123, Volume 13 of *Research in financial Services: Private and Public Policy*, Oxford: Elsevier Science.
17. Fischer, Stanley & Merton, Robert C. (1984). "Macroeconomics and Finance: the Role of the Stock Market", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 21, North-Holland.
18. Frenkel, Jeffrey A. & Mussa, Michael L. (1985). *Asset Markets, Exchange Rates, and the Balance of Payments*, in R. Jones and P. Kenen eds., *Handbook of International Economics Vol. 2*, New York, Amsterdam: North Holland.
19. Geske, Rober & Roll, R.Richard. (1983). "The Fiscal and Monetary Linkage between Stock Returns and Inflation", *Journal of Finance*, 1(38).
20. Greene, William H. (2004). *Econometric Analysis*, 4th ed, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J. New York University.
21. Grossman, Sanford J. & Shiller, Robert J. (1981). "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices", *American Economic Review*, 2(71).
22. Hardouvelis, Gikas A. (1988). "Evidence on Stock Market Speculative Bubbles: Japan, the United States, and Great Britain", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*.
23. Hodrick, Robert J & Prescott, Edward. C. (1997). "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(29).
24. Ioanidis, Christos & Kontonikas, Alexandros. (2007). "the Impact of Monetary Policy on Stock Prices", *Journal of Policy Modeling*, 1(30).
25. Kaul, Gautam. (1987). "Stock Returns and Inflation: the Role of Monetary Sector", *Journal of Financial Economics*, 2(18).
26. Kim, E.H & Singal, V. (2000). "Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies", *Journal of Business*, 1(73).
27. Lastrapes, William D. (1998). "International Evidence on Equity Prices, Interest rates and Money", *Journal of International Money and Finance*, 3(17).
28. Levin, Sheen S. & Zajac, Edward J. (2001). "The Social Life of Financial Bubbles", *Institutional Theory Conference*.
29. McKinnon, Ronald I. (1973). "Money and Capital in Economic Development", *Brooking Institution, Washington, D.C.*

30. McQueen, Grant & Roley, V. Vance. (1990). "Stock Prices, and Business Conditions", NBER Working Paper Series, 3520.
31. Mishkin, Fredric S. (1995). "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", Journal of Economic Perspective, 4(9).
32. Rapach, David E. (2001). "Macro Shocks and Real Stock Prices", Journal of Economics and Business, 1(53).
33. Shiller, Robert J. (1989). Market Volatility, Cambridge, MA, MIT Press.
34. Snowdon, Brian. & Vane, Howard R. (2005) Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State, UK, Edward Elgar Publishing Limited.
35. Tirole, Jean. (1982). "On the Possibility of Speculation under Rational Expectations", Econometrica, 5(50).
36. Thorbecke, Willem. (1997). "On Stock Market Returns and Monetary Policy", Journal of Finance, 2(52).

